

24. August 2021
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



Biofrontera AG

Geplantes US-IPO als möglicher Schub für den Wachstumsprozess

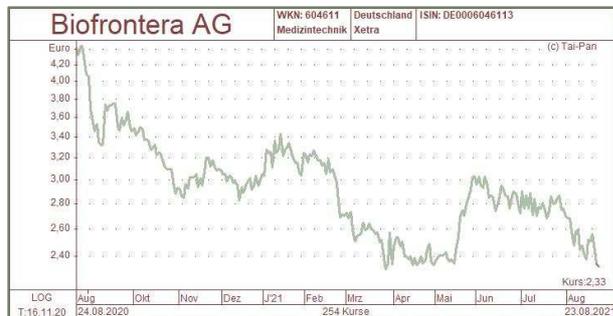
Urteil: Speculative Buy (unverändert) | Kurs: 2,38 € | Kursziel: 6,80 € (unverändert)

Analyst: Dipl.-Kfm. Holger Steffen
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Leverkusen
Branche:	Pharmazie
Mitarbeiter:	199
Rechnungslegung:	IFRS
Ticker:	B8F:GR
ISIN:	DE0006046113
Kurs:	2,38 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	56,7 Mio. Stück
Market Cap:	134,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	105,5 Mio. Euro
Free-Float:	46,4 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	5,51 / 2,22 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	169,5 Tsd. Euro

Biofrontera hat im Geschäftsjahr 2020 stark unter den Begleiterscheinungen der Corona-Pandemie gelitten. Diese führte zu zahlreichen Einschränkungen, etwa einer temporären Schließung von Hautarztpraxen und einem Umstieg auf Telemedizin, was die Behandlung von aktinischer Keratose mit Ameluz, insbesondere im wichtigen US-Markt, stark behindert hat. Inzwischen normalisieren sich die Rahmenbedingungen langsam wieder, und das ermöglicht dem Unternehmen eine Rückkehr auf den Wachstumspfad. Trotz noch relativ starker Referenzwerte aus dem Januar und Februar 2020 konnten die Erlöse aus dem Produktverkauf im ersten Halbjahr 2021 bereits wieder um 35 Prozent auf 13,1 Mio. Euro gesteigert werden. Das zweite Halbjahr ist mit einem moderaten Umsatzwachstum im Juli gestartet. Das Unternehmen intensiviert nun die Vertriebsbemühungen, wobei der Fokus vor allem auf weitere Marktanteilsgewinne in den USA gerichtet ist. Flankierend plant das Unternehmen ein IPO der US-Tochter Biofrontera Inc., um das Wachstumspotenzial in Übersee auszuschöpfen. Mit einer Aktienplatzierung könnten bis zu 25 Mio. US-Dollar eingeworben werden. Auf den US-Markt zielt auch ein großer Teil des aktuellen Entwicklungsprogramms, mit dem die US-Zulassung für Ameluz noch signifikant erweitert werden soll.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	21,1	31,3	30,3	30,5	45,9	83,0
EBIT (Mio. Euro)	-18,5	-23,4	-10,0	-15,2	-8,5	13,6
Jahresüberschuss	-10,8	-7,4	-13,0	1,6	-9,2	7,5
EpS	-0,20	-0,16	-0,24	0,03	-0,16	0,13
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	75,5%	48,1%	-2,9%	0,6%	50,4%	80,8%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	-	-
KUV	6,39	4,32	4,45	4,42	2,94	1,63
KGV	-	-	-	84,8	-	18,0
KCF	-	-	-	28,4	-	11,2
EV / EBIT	-	-	-	-	-	7,8
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Produktverkauf zieht an

Die Erlöse aus dem Produktverkauf haben im zweiten Quartal deutlich zugenommen, um 126 Prozent auf 7,6 Mio. Euro. Damit wurde auch das Niveau aus der Vor-Coronazeit in 2019 bereits wieder um knapp 10 Prozent übertroffen. Das US-Geschäft profitierte dabei von einer fortschreitenden Normalisierung der Rahmenbedingungen, die einen Umsatzanstieg gegenüber dem vom Ausbruch der Pandemie geprägten Vorjahresquartal um 124,4 Prozent auf rd. 4,9 Mio. Euro ermöglichte. Ebenfalls stark zugelegt haben die Erlöse im Europageschäft (ohne Deutschland), die insbesondere von der Ameluz-Wiedereinführung in Skandinavien durch den neuen Lizenzpartner Galeonica AB profitierten. Die Bestellung der ersten Charge für die Vermarktung und eine generelle Erholung beim Absatz haben nahezu zu einer Verzehnfachung der Einnahmen von 0,15 auf 1,45 Mio. Euro geführt. In Deutschland war der Anstieg hingegen deutlich moderater (+21,9 Prozent auf 1,3 Mio. Euro), da die Geschäftsentwicklung auch nach dem Pandemiebeginn in 2020 relativ stabil geblieben ist.

Geschäftszahlen	HJ20	HJ21	Änderung
Umsatz	16,1	13,1	-18,8%
- Deutschland	2,4	2,7	+15,0%
- USA	6,3	8,7	+36,4%
- Europa (ex-D)	1,0	1,7	+78,1%
- Sonstiges	6,4	0,0	-100,0%
Bruttoergebnis	16,6	11,1	-33,3%
EBITDA	-0,7	-5,8	-
EBIT	-4,5	-7,4	-
Nettoergebnis	-5,6	-8,9	-

In Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

Umsatz wegen Einmaleffekt rückläufig

Nachdem die Erlöse im ersten Quartal wegen starker Januar- und Februarwerte in 2020 noch unter dem Vorjahresniveau gelegen hatten, konnten die Einnahmen aus dem Produktverkauf auf Halbjahresbasis um 35 Prozent auf 13,1 Mio. Euro gesteigert werden. Insgesamt hat Biofrontera allerdings einen Umsatzrückgang von 18,8 Prozent für die ersten sechs Monate

ausgewiesen. Dieser ist auf den im April 2020 erfolgten Abschluss einer größeren Ameluz-Lizenzvereinbarung für mehrere Länder der Region Ostasien und Ozeanien mit dem japanischen Dermatologiekonzern und Biofrontera-Großaktionär Maruho zurückzuführen, die im Vorjahr zu einer Einmalzahlung in Höhe von 6,0 Mio. Euro geführt hatte.

Bereinigtes EBITDA verbessert

Mit dem anziehenden Absatz haben auch die Umsatzkosten von 1,5 auf 2,0 Mio. Euro zugelegt. Die Rückkehr auf den Wachstumspfad wurde darüber hinaus von einem Anstieg der allgemeinen Verwaltungskosten um 25,8 Prozent auf 5,6 Mio. Euro sowie der F&E-Aufwendungen um 22,3 Prozent auf 2,9 Mio. Euro begleitet. Die Vertriebskosten haben sich hingegen binnen Jahresfrist von 12,2 auf 10,2 Mio. Euro reduziert, was aber vollständig auf eine hier erfasste Sonderabschreibung auf die Xepi-Lizenz in Höhe von 2 Mio. Euro im Vorjahr zurückzuführen ist. Per Saldo belief sich das EBITDA im ersten Halbjahr auf -5,8 Mio. Euro, gegenüber -0,7 Mio. Euro im Referenzzeitraum aus 2020. Bereinigt um die Lizenzeinnahmen in Höhe von 6 Mio. Euro wurde das operative Ergebnis aber verbessert. Dieser Effekt hat auch beim Nettoergebnis durchgeschlagen, das sich in den ersten sechs Monaten 2021 auf -8,9 Mio. Euro belaufen hat, gegenüber -5,6 Mio. Euro im Vorjahr.

Liquiditätslage komfortabel

Das noch deutlich negative Ergebnis prägt auch die Cashflowentwicklung. Die Mittelabflüsse aus der betrieblichen Tätigkeit (-5,6 Mio. Euro) und Investitionen (-0,3 Mio. Euro) beliefen sich in den ersten sechs Monaten auf 5,9 Mio. Euro – im Vorjahr hatte die Lizenzeinzahlung hingegen zu einem positiven Free-Cashflow von 0,5 Mio. Euro geführt. Trotzdem hat der Liquiditätsbestand im ersten Halbjahr von 16,5 auf 32,6 Mio. Euro zugenommen und ist damit weiterhin komfortabel. Ursächlich für den starken Anstieg war eine Kapitalerhöhung im Februar, in deren Rahmen aus der Platzierung von knapp 9 Mio. Aktien zu einem Preis von 2,75 Euro je Aktie brutto 24,7 Mio. Euro eingenommen wurden.

Im Juli moderates Wachstum

Das Unternehmen hat auch bereits die Erlöse aus dem Juli veröffentlicht, mit 1,57 Mio. Euro lagen diese moderat über dem Vorjahresniveau (1,52 Mio. Euro) und etwas stärker über dem Vorkrisenwert aus 2019 (1,44 Mio. Euro). Die Erholung in den USA hat sich im Juli fortgesetzt (+29,1 Prozent zum Vorjahr auf 1,03 Mio. Euro), und auch im Europageschäft (ohne Deutschland) gab es einen deutlichen Zuwachs (+19,9 Prozent auf 0,19 Mio. Euro). Die Erlöse im Heimatmarkt waren hingegen mit 0,36 Mio. Euro rückläufig (-37,6 Prozent), was aber in erster Linie auf außergewöhnlich große Bestellungen im Vorjahr zurückzuführen ist. Insgesamt sieht sich das Unternehmen aktuell auf Kurs, die Jahresprognose zu erreichen, die daher mit der Veröffentlichung des Halbjahresberichts bekräftigt wurde. Im Gesamtjahr sollen die Erlöse aus dem Produktverkauf zwischen 25 und 32 Mio. Euro liegen, was mit einem EBITDA von -11 bis -14 Mio. Euro und einem EBIT von -13 bis -16 Mio. Euro verbunden wäre.

Neue Lizenzvereinbarung

Künftig könnte auch ein Beitrag zu den Konzernergebnissen aus der Vermarktung von Ameluz in Polen resultieren. Im Juli hat Biofrontera eine Lizenzvereinbarung mit Medac Gesellschaft für klinische Spezialpräparate mbH abgeschlossen, die eine kleine Einmalzahlung zum Abschluss (50 Tsd. Euro) und eine weitere (150 Tsd. Euro) nach der Bestätigung der Erstattungsfähigkeit durch den polnischen Versicherungsträger vorsieht. Mit dem Start der Vermarktung wird Biofrontera die Medikation zu einem fixen Transferpreis an Medac liefern, der sich an den voraussichtlichen Nettoerlösen orientiert.

Wachstumsinitiativen in den USA

Biofrontera arbeitet aktuell an zahlreichen Maßnahmen, um die Wachstumsdynamik vor allem in den USA wieder zu beschleunigen. Neben einer bereits angelaufenen Vertriebsoffensive zählt dazu insbesondere die Verbesserung des Vermarktungspotenzials durch Zulassungserweiterungen. Im Rahmen dessen hat das Unternehmen bereits die Zulassung der neu entwickelten größeren Rotlichtlampe BF-RhodoLED XL

beantragt, die von der Gesundheitsbehörde FDA derzeit geprüft wird. Die ebenfalls angestrebte Zulassungserweiterung auf bis zu drei Tuben Ameluz pro Behandlung (aktuell ist nur eine Tube zulässig) benötigt hingegen aus Sicht der FDA noch erweiterte Sicherheitsdaten, die nun im Rahmen einer neuen Studie mit 100 Patienten erhoben werden. Wieder an Dynamik gewonnen hat zudem die Patientenrekrutierung für die US-Studie zur Behandlung des Basalzellkarzinoms, die durch die Pandemie zwischenzeitlich deutlich erschwert wurde. Neue Studien in den USA plant Biofrontera außerdem für die Behandlung von Akne (Phase IIb, Start im zweiten Halbjahr 2021) und von aktinischer Keratose auf den Extremitäten sowie an Rumpf und Nacken (Phase III, Start erste Hälfte 2022). Außerdem wird – möglicherweise noch in diesem Jahr – in den USA eine Phase-III-Studie zu einem neuen Belichtungsprotokoll starten, das Biofrontera zum Patent angemeldet hat und das auf eine Verringerung der Schmerzen bei der konventionellen PDT abzielt.

Nächster Schritt: US-IPO

Die Maßnahmen sollen dazu beitragen, dass der US-Markt wieder zu dem wichtigen Wachstumstreiber wird, der er vor dem Ausbruch der Pandemie war. Als weiteren flankierenden Schritt plant das Management ein IPO der US-Tochter Biofrontera Inc. an der US-Börse, in dessen Rahmen bis zu 25 Mio. US-Dollar eingesammelt werden sollen. Der dafür notwendige Wertpapierprospekt ist bei der Securities and Exchange Commission bereits eingereicht und auch veröffentlicht worden, doch die genauen Parameter der Platzierung wurden noch nicht festgelegt. Schreitet der Prozess wie geplant voran, könnte die Notizaufnahme im nächsten Monat erfolgen. Bislang sind in den USA lediglich ADS der deutschen AG handelbar.

Sinnvolle Maßnahme

Wir werten das geplante IPO als richtigen Schritt, um die Erschließung des hohen Marktpotenzials in den USA weiter zu forcieren. Einerseits dürfte die eigenständige Kapitalmarktnotiz die Bekanntheit des Unternehmens weiter steigern, andererseits würde das zu-

Erlösmodell (Mio. Euro)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ameluz Deutschland	5,6	8,0	10,6	15,3	19,1	20,9	23,4	25,4
Ameluz Spanien	1,1	2,3	4,5	5,5	6,2	7,1	7,8	8,5
Ameluz GB	0,4	1,6	3,4	4,7	5,4	6,2	7,0	7,7
Ameluz USA	21,2	29,7	51,0	63,9	75,7	91,4	105,7	118,4
Lizeneinnahmen	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,7	1,8
USA Basalzellkarzinom			5,1	19,2	34,1	41,1	47,6	53,3
Xepi	1,0	3,0	7,0	13,0	20,0	22,6	23,8	24,8
Lizenzdeal Maruho				0,2	0,6	1,3	1,8	1,9
Umsatz gesamt	30,5	45,9	83,0	123,2	162,5	192,1	218,7	241,7

SMC-Schätzungen

sätzliche Kapital den Spielraum für weitere Vertriebsmaßnahmen signifikant erweitern.

Wachstumsbeschleunigung möglich

Wir gehen vor diesem Hintergrund davon aus, dass das Wachstum wieder deutlich beschleunigt werden kann. Im laufenden Jahr halten wir unsere bisherige Erlösschätzung von 30,5 Mio. Euro nach den Halbjahres- und den Julizahlen für erreichbar (wobei dafür vor allem das saisonal in der Regel starke vierte Quartal entscheidend sein wird), so dass wir diese unverändert lassen. Allerdings haben wir eine leichte Verschiebung bei den Anteilen vorgenommen und einen etwas höheren Beitrag aus dem europäischen Geschäft und einen etwas niedrigeren aus den USA unterstellt (siehe Erlösmodell auf dieser Seite). Die ersten Einnahmen aus dem Medac-Abschluss haben wir im Posten Lizeneinnahmen erfasst. Die Margeneffekte der Anpassungen und die unterstellte Vertriebsintensivierung sorgen dafür, dass das von uns für 2021 erwartete EBIT mit -15,2 Mio. Euro etwas niedriger ausfällt, als bislang unterstellt (alte Schätzung: -14,2 Mio. Euro).

Weitere Anpassungen

Unsere Erlösschätzung für 2022 haben wir hingegen etwas abgesenkt, da wir bislang davon ausgegangen waren, dass die wichtige Zulassungserweiterung um eine Behandlung mit bis zu drei Tuben noch in 2021 erfolgt und im nächsten Jahr bereits ihre positive Wirkung entfaltet. Wegen der von der FDA geforderten zusätzlichen Sicherheitsdaten rechnen wir nun erst im Jahresverlauf 2022 mit der Erweiterung. Möglicherweise helfen das US-IPO und die positiven Folgewir-

kungen, diesen dämpfenden Effekt auf unsere Schätzungen zu kompensieren. Da das im Moment noch spekulativ ist, haben wir die US-Erlöse in 2022 trotzdem von 35,8 auf 32,7 Mio. Euro (inkl. Xepi) reduziert und erwarten nun insgesamt Einnahmen in Höhe von 45,9 Mio. Euro im nächsten Jahr (bislang: 48,8 Mio. Euro). Ab 2023 folgen wir aber wieder weitgehend dem bisherigen Erlös- und Ergebnisfad und rechnen unverändert mit starken Effekten der Zulassungserweiterungen.

Finanzierungsprämissen geändert

Während diese Änderungen nur geringe Auswirkungen auf unser Modellergebnis haben, wirken sich die aktualisierten Annahmen bezüglich der Unternehmensfinanzierung deutlicher aus. Wir hatten nämlich bislang zur Deckung des weiteren Finanzierungsbedarfs den Rückgriff auf Fremdkapital unterstellt, während sich nun eine größere Eigenkapitalfinanzierung über die US-Tochter abzeichnet. Wir haben dafür einen Einmalertrag aus Anteilsveräußerungen angesetzt, der zu einem positiven Nettoergebnis in 2021 führen könnte. Andererseits bedingt die Maßnahme aber künftig einen substantiellen Anteil Dritter am Ergebnis. Wir taxieren diesen vorerst überschlägig auf 20 Prozent des Konzerngewinns. Damit verbunden wäre in diesem Szenario ein signifikanter Verwässerungseffekt. Allerdings ist auch ein weiteres Szenario denkbar, in dem die deutsche AG jetzt oder perspektivisch die Mehrheit am US-Geschäft abgibt. Aus den Vertragsbeziehungen könnte sich in diesem Fall sogar eine Wertsteigerung ergeben (siehe Abschnitt: „Szenario: Mehrheit wird abgegeben“).

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	30,5	45,9	83,0	123,2	162,5	192,1	218,7	241,7
Umsatzwachstum		50,4%	80,8%	48,4%	31,9%	18,2%	13,9%	10,5%
EBIT-Marge	-49,7%	-18,5%	16,4%	29,8%	36,1%	38,3%	38,2%	38,7%
EBIT	-15,2	-8,5	13,6	36,7	58,6	73,6	83,6	93,6
Steuersatz	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	31,00%	31,00%	31,00%	31,00%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,0	-0,4	0,7	1,8	18,2	22,8	25,9	29,0
NOPAT	-15,2	-8,1	12,9	34,8	40,4	50,8	57,7	64,6
+ Abschreibungen & Amortisation	3,2	3,2	3,2	3,6	3,6	3,7	3,8	1,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	20,00	0,0	1,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	8,0	-4,9	17,2	39,6	44,1	54,4	61,5	66,5
- Zunahme Net Working Capital	-2,7	-3,7	-4,8	-7,2	-9,5	-11,3	-12,9	-14,3
- Investitionen AV	-0,7	-0,7	-4,6	-1,5	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7
Free Cashflow	4,6	-9,2	7,8	30,9	32,7	41,0	46,1	49,5

SMC Schätzmodell

Finanzierungsrisiken werden reduziert

Selbst, wenn die Platzierung zu einem Minderheitenanteil bei der US-Tochter und damit zu einer Verwässerung führt, halten wir den Schritt dennoch für richtig, weil damit die Finanzierungsrisiken für die Aktionäre deutlich geringer sind, als es bei weiteren Kreditfinanzierungen der Fall gewesen wäre. Gelingt mit den skizzierten Maßnahmen eine Wachstumsbeschleunigung, wie in unserem Modell angenommen, ist das für die Aktionäre werterhöhend.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 7,4 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,7 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor: 1,5), FK-Kosten von 6,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 40 Prozent zugrunde liegen. Auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert geblieben. Wir arbeiten zur Risikoreduktion nach wie vor mit einem 50-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums und

kalkulieren auf dieser Basis weiterhin mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Szenario I: Minderheitenanteil

Aus dem Modell resultiert unter hypothetischer Berücksichtigung eines Minderheitenanteils nach dem US-IPO, ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 334 Mio. Euro. Auf voll verwässerter Basis (57,2 Mio. Stück) entspricht das rund 5,80 Euro je Aktie. Das ist vorerst unser Basisszenario, das auch in den Schätztabellen dieses Updates abgebildet ist.

Szenario II: Mehrheit wird abgegeben

In Abhängigkeit von der aktuellen Platzierung und den weiteren Finanzierungsplänen der US-Tochter ist denkbar, dass die Biofrontera AG – zumindest perspektivisch – die Mehrheit an der Gesellschaft abgibt. Dennoch würde die AG weiter stark am US-Markterfolg partizipieren. Denn die US-Tochter hat mit den Gesellschaften Biofrontera Pharma GmbH und Biofrontera Bioscience GmbH (beide sind hundertprozentige Töchter der AG) ein Lizenz- und Lieferabkommen abgeschlossen, das den Kauf von Ameluz zu einem Preis von 50 Prozent des in den USA erzielbaren Nettopreises vorsieht, die PDT-Lampe BF-Rho-

doLED wird zu den Herstellkosten zuzüglich eines niedrigen zweistelligen Aufschlags bezogen. Diesen potenziell hohen Einnahmen steht bei einer Entkonsolidierung von Biofrontera Inc. auf Konzernebene eine deutlich überproportionale Kostenentlastung gegenüber, da die US-Tochter für einen wesentlichen Teil der Verwaltungs- und Vertriebskosten verantwortlich ist. Damit wäre dieser Schritt stark margen-erhöhend und könnte sogar werterhöhend für die AG wirken. Nach einer überschlägigen Kalkulation sehen wir für dieses Szenario einen fairen Wert von 426 Mio. Euro oder rund 7,50 Euro je Aktie.

Kursziel unverändert 6,80 Euro

Auch, wenn wir das Szenario mit einem Minderheitenanteil zumindest vorerst für das wahrscheinlichere halten, lassen wir in Abwägung beider möglichen Ent-

wicklungspfade unser Kursziel vorerst unverändert bei 6,80 Euro je Aktie. Eine Anpassung erfolgt erst mit dem Abschluss des US-IPOs und der Verfügbarkeit der genauen Konditionen. Das Prognoserisiko unserer Schätzung stufen wir weiterhin mit fünf von maximal sechs Punkten als überdurchschnittlich ein. Einerseits stellt die Corona-Pandemie immer noch einen Unsicherheitsfaktor für die kurzfristige Geschäftsentwicklung dar, andererseits sind die anhaltenden juristischen Auseinandersetzungen mit dem Großaktionär Deutsche Balaton (hier läuft weiter eine Mediation) und dem Konkurrenten DUSA (der Verhandlungstermin wurde für November terminiert) bedeutende Risiko- und Störfaktoren. Hinzu kommt aktuell noch das kurzfristige Prognoserisiko bezüglich der Daten des US-IPOs von Biofrontera Inc.

Fazit

Der Absatz von Biofrontera erholt sich inzwischen deutlich von den negativen Pandemieeffekten. Im zweiten Quartal konnten die Erlöse aus dem Produktverkauf gegenüber dem Vorjahr um 126 Prozent auf 7,6 Mio. Euro gesteigert werden, und auch im Juli gab es zumindest ein moderates Wachstum.

Das Unternehmen arbeitet aktuell an zahlreichen Maßnahmen, um die Wachstumsdynamik weiter zu beschleunigen, insbesondere im wichtigen US-Markt. Flankiert werden könnten diese Bemühungen von einem IPO der amerikanischen Tochter Biofrontera Inc. an einer US-Börse, mit dem ein Emissionserlös von bis zu 25 Mio. US-Dollar angestrebt wird.

Wir haben die potenziellen Effekte dieser Maßnahme durchkalkuliert. In Abhängigkeit von den genauen Konditionen könnte unser Kursziel auf rund 5,80 Euro sinken, wenn der Verwässerungseffekt über-

wiegt, es ist aber auch unter bestimmten Gegebenheiten ein Anstieg auf 7,50 Euro möglich. Wir belassen unser Kursziel vorerst bei 6,80 Euro je Aktie und werden eine Anpassung vornehmen, wenn die genauen Parameter des US-IPOs vorliegen. Unabhängig davon sehen wir die IPO-Pläne grundsätzlich positiv, weil damit die Finanzierungsrisiken für die Aktionäre deutlich gesenkt würden. Wir hatten stattdessen in unseren Schätzungen bislang unterstellt, dass der zusätzliche Kapitalbedarf mit Fremdkapitalinstrumenten gedeckt wird.

Mit dem zusätzlichen Eigenkapital für die US-Tochter würden aus unserer Sicht gute Chancen für eine deutliche Beschleunigung des Wachstums bestehen, die wir in unserem Modell abgebildet haben und die unverändert die Basis für ein hohes Kurspotenzial bietet. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unser Urteil „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	30,3	27,8	25,3	25,6	22,4	20,6	19,1	17,7	18,5
1. Immat. VG	17,7	15,2	12,7	10,2	7,8	5,3	2,8	0,4	0,0
2. Sachanlagen	5,1	5,1	5,0	8,9	9,3	10,0	10,9	12,0	13,2
II. UV Summe	26,1	56,2	51,0	61,4	96,0	130,8	170,4	209,4	245,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	7,4	33,8	24,9	34,3	62,7	92,1	126,0	158,8	190,7
II. Rückstellungen	3,0	3,3	3,5	3,7	3,9	4,2	4,4	4,6	4,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	40,7	40,7	40,7	41,1	42,3	44,0	46,0	48,3	50,8
2. Kurzfristiges FK	5,2	6,2	7,1	8,0	9,4	11,1	13,1	15,4	18,0
BILANZSUMME	56,4	84,0	76,3	87,1	118,4	151,4	189,5	227,1	264,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	30,3	30,5	45,9	83,0	123,2	162,5	192,1	218,7	241,7
Umsatzkosten	3,5	4,7	6,7	10,6	13,6	16,1	19,0	21,4	23,4
Bruttoergebnis	26,8	25,8	39,2	72,4	109,6	146,4	173,1	197,3	218,3
EBITDA	-4,8	-12,0	-5,3	16,8	40,3	62,2	77,3	87,4	95,5
EBIT	-10,0	-15,2	-8,5	13,6	36,7	58,6	73,6	83,6	93,6
EBT	-12,7	-18,2	-11,5	10,4	33,5	55,8	71,4	81,8	92,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	-13,0	1,8	-11,5	9,4	28,5	38,5	49,3	56,4	63,5
JÜ	-13,0	1,6	-9,2	7,5	22,8	30,8	39,4	45,1	50,8
EPS	-0,24	0,03	-0,16	0,13	0,40	0,54	0,69	0,79	0,89

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	-2,8	4,8	-8,9	12,1	29,4	36,2	45,4	51,2	55,2
CF aus Investition	2,9	-0,7	-0,7	-4,6	-1,5	-1,9	-2,2	-2,5	-2,7
CF Finanzierung	5,9	22,2	-0,4	-2,8	-2,0	-10,9	-17,0	-25,1	-33,1
Liquidität Jahresanfa.	11,1	16,5	42,8	32,8	37,4	63,4	86,7	113,0	136,6
Liquidität Jahresende	16,5	42,8	32,8	37,4	63,4	86,7	113,0	136,6	156,1

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	-2,9%	0,6%	50,4%	80,8%	48,4%	31,9%	18,2%	13,9%	10,5%
Rohtragsmarge	88,3%	84,7%	85,5%	87,2%	89,0%	90,1%	90,1%	90,2%	90,3%
EBIT-Marge	-33,1%	-49,7%	-18,5%	16,4%	29,8%	36,1%	38,3%	38,2%	38,7%
EBT-Marge	-41,8%	-59,7%	-25,0%	12,5%	27,2%	34,4%	37,2%	37,4%	38,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	-42,9%	5,2%	-20,0%	9,0%	18,5%	19,0%	20,5%	20,6%	21,0%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl.-Kfm. Holger Steffen

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 2), 3), 4), 6), 10)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 24.08.2021 um 7:35 Uhr fertiggestellt und am 24.08.2021 um 8:30 Uhr veröffentlicht.

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem in dieser Studie analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
18.05.2021	Speculative Buy	6,80 Euro	2), 3), 6)
16.04.2021	Speculative Buy	6,80 Euro	2), 3), 6)
29.01.2020	Speculative Buy	7,65 Euro	2), 3), 4), 6)
16.11.2020	Speculative Buy	6,20 Euro	2), 3), 6)
13.10.2020	Speculative Buy	5,80 Euro	2), 3), 6)
28.08.2020	Hold	5,80 Euro	2), 3), 4), 6)
21.07.2020	Hold	5,30 Euro	2), 3), 6)
25.05.2020	Hold	5,20 Euro	2), 3), 6)
22.04.2020	Hold	5,20 Euro	2), 3), 4), 6)
24.03.2020	Hold	5,30 Euro	2), 3), 4), 6)
10.03.2020	Speculative Buy	7,80 Euro	2), 3), 4), 6)
06.02.2020	Speculative Buy	7,60 Euro	2), 3), 4), 6)
05.12.2019	Speculative Buy	6,60 Euro	2), 3), 4), 6)
17.10.2019	Buy	7,10 Euro	2), 3), 4), 6)
29.08.2019	Buy	8,00 Euro	2), 3), 6)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und ein Update und fünf Comments

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.